



非银行金融行业研究

增持（维持评级）

 行业点评
 证券研究报告

非银组

分析师：舒思勤（执业 S1130524040001） 分析师：胡江（执业 S1130524040004）

shusiqin@gjzq.com.cn

hujiang@gjzq.com.cn

24Q2 主动权益公募持仓点评：保险景气度提升，券商持仓显著低配

核心观点：

非银板块公募配置比例环比微升，仍显著低配。统计 24Q2 主动权益公募基金（普通股票型+混合型基金，不含指数类基金）前十大重仓股配置情况，非银金融板块整体配置比例为 0.77%，环比 24Q1 提升 0.07pct，低配 5.35pct。其中保险基金持仓触底反弹，配置比例提升，券商基金持仓和配置比例进一步走低。

保险板块

配置比例环比提升。24Q2 保险行业主动权益公募配置比例为 0.39%，环比+0.23pct，配置比例为 2018 年以来 36%分位，行业低配 1.94pct，环比收窄 0.02pct。从个股看，国寿、平安、太保、新华、人保配置比例分别为 0.02%、0.20%、0.16%、0.01%、0.00%，低配比例分别为 0.96%、0.48%、0.12%、0.09%、0.27%，预计主要源于对长期利差风险的担忧。

投资建议：预定利率下调提速，利差损风险担忧缓释，叠加 Q2 业绩较好的预期，有望驱动保险股估值修复。一方面，Q2 利润在低基数、股市好于去年同期（24Q2 红利指数、恒生国企指数分别+1.1%、+9.0%，去年同期分别-1.3%、-7.8%，市场风格和保险权益资产的配置风格大概率匹配）的推动下，预计将实现高增长；另一方面，Q2 部分公司负债端在高基数下仍表现较优。此外，负债成本也处在下降通道，传统险预定利率或于下半年再次下调至 2.5%，分红险、万能险保证利率也或下调至 2%、1.75%，预计大型险企中长期基本无利差损压力，当前保险股大幅折价，以 2023 年的静态 EV 估算，A 股估值隐含的长期投资收益率假设仅处于 1.6%-2.1%区间（除国寿 3.3%外），H 股估值隐含的长期投资收益率假设仅处于 0.4%-1.1%区间，看好在短期业绩催化叠加长期利差改善的驱动下，保险股修复的弹性。建议关注①Q2 资产端、负债端业绩向好标的中国太保 A/H、中国平安；②负债端、资产端高弹性的低估值标的中国太平 H；③防御属性突出的稳增长标的中国财险。

证券板块

券商低配幅度进一步加大，基金配置比例创历史新低。24Q2 券商行业主动权益公募配置比例为 0.28%，环比-0.19pct，配置比例为 2011 年以来季度最低，行业低配 2.99pct，低配幅度环比扩大 0.02pct。券商板块超低配主要缘于行业强监管叠加市场景气度低迷，券商估值与业绩显著承压，截至 07.19，板块 PB 仅 1 倍，处于近五年 1%分位处，预计 24H1 券商板块业绩下滑 20%左右。从个股看，东方财富持仓比例降幅明显，24Q2 持仓比例排名前三分别是华泰证券 0.10%（环比降 0.02pct）、东方财富 0.06%（环比降 0.08pct）、中信证券 0.05%（环比降 0.03pct）。

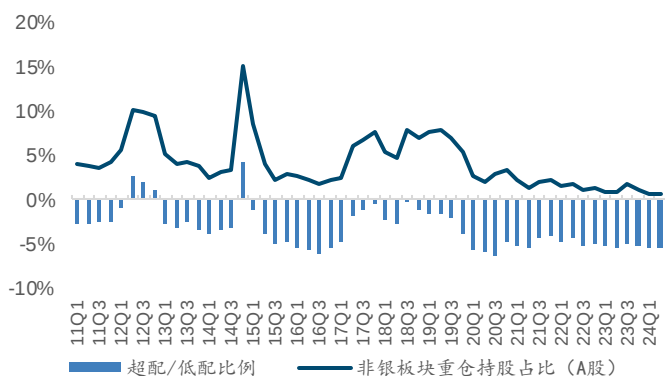
投资建议：1）券商板块业绩增速或逐季改善，重视投资端业绩弹性。①24H2 投资低基数效应明显，23Q1/Q2/Q3/Q4 券商板块自营收入分别 495/326/207/305 亿元。②“科八条”等科创新政支持下，科特估行情有望持续，券商跟投业绩预计将显著回暖。③23 年以来券商权益投资显著增配“其他权益工具投资”，投资收益主要体现为股利，收入确认时点一般为 Q2 和 Q3。2）板块超低配已充分反应利空因素，后续流动性改善+监管边际宽松+行业并购潮利好估值修复。当前券商板块公募持仓比例近十年新低，估值处于历史底部，或已充分反应强监管和市场情绪对板块估值影响，我们认为后续券商板块估值修复主要来自三方面。①美联储降息预期明显升温，人民币升值压力缓解，有望释放国内降准降息空间，从历史角度看市场流动性改善对券商板块行情有一定催化。②监管边际宽松，三中全会或将出台一系列改革举措，“新国九条”“1+N”配套政策中偏融资端政策已基本落地，后续更多投资端改革相关政策有望出台。③政策鼓励行业并购重组，行业并购潮涌现，有助于优化行业竞争格局。**建议关注：华泰证券、国泰君安、海通证券、中金公司。**

风险提示

资本市场改革推进不及预期；权益市场极端波动风险；机构化进程不及预期；宏观经济复苏不及预期。

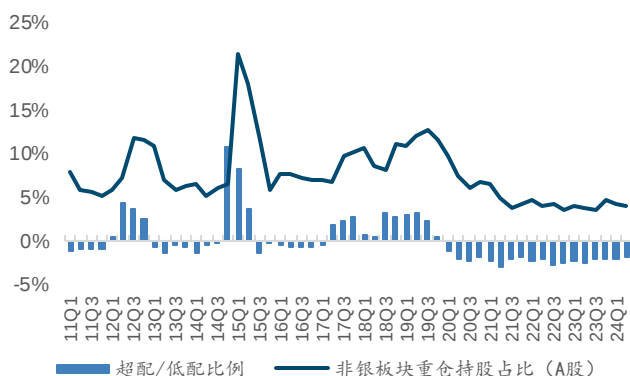


图表1：主动权益基金重仓股中非银行业持仓及超配比例



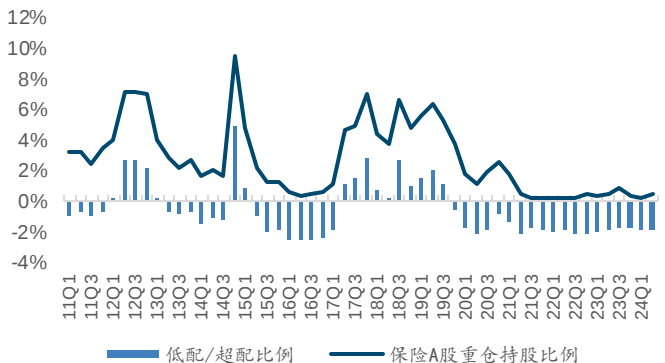
来源：wind，国金证券研究所

图表2：全部基金重仓股中非银行业持仓及超配比例



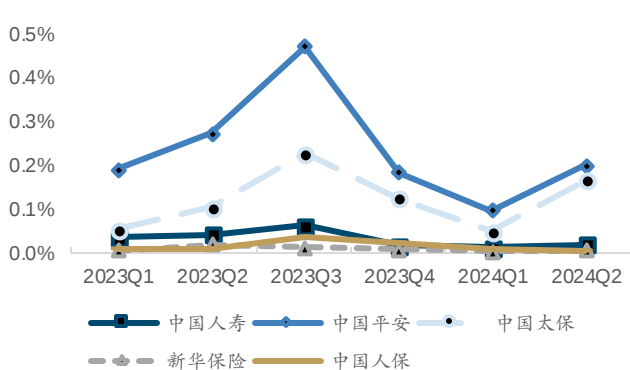
来源：wind，国金证券研究所

图表3：24Q2 主动权益基金保险板块配置比例环比提升



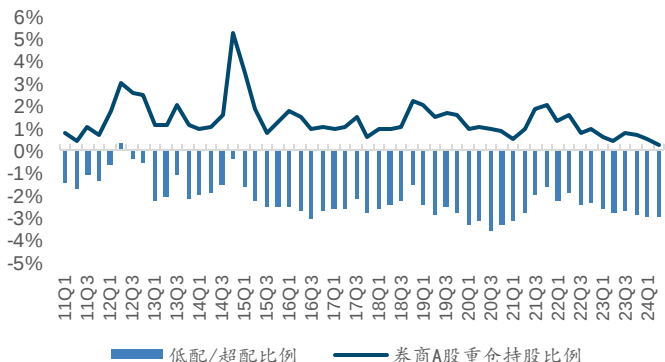
来源：wind，国金证券研究所

图表4：保险板块重仓股持仓比例走势



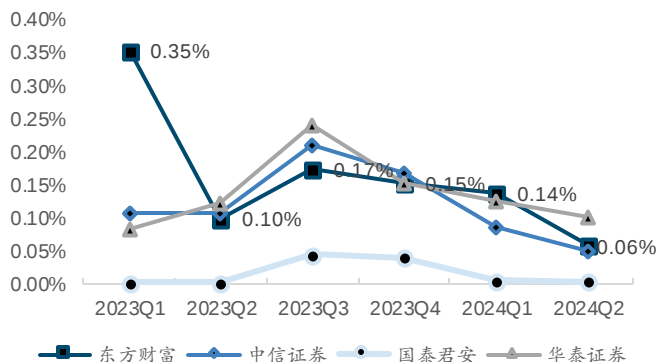
来源：wind，国金证券研究所

图表5：24Q2 主动权益基金券商板块配置比例继续走低



来源：wind，国金证券研究所

图表6：券商板块重仓股持仓比例走势



来源：wind，国金证券研究所

风险提示

- 1) 资本市场改革推进不及预期；
- 2) 权益市场极端波动风险；
- 3) 机构化进程不及预期；
- 4) 宏观经济复苏不及预期。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究